

专题研究

2021年4月27日

中诚信国际
宏观经济

经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品

—2021年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望

概述

- **受上年同期低基数影响宏观数据大幅高开，金融数据总体平稳运行**
 - 基数效应下 GDP 出现两位数增长，经济结构扭曲状况得到一定改善。一季度 GDP 同比增长 18.3%，第三产业和消费对经济增长贡献加快，向疫前水平回归。
 - 工业生产与服务业生产双双高增，先行指标维持景气。低基数背景下，工业增加值同比增长 24.5%，随着需求改善和企业家信心回升，工业生产改善持续。服务业生产在疫情成果持续巩固背景下恢复性增长延续，一季度服务业同比增长 15.6%。春节假期因素的扰动 PMI 虽有所波动，但总体处于荣枯线以上。
 - 低基数下投资、消费持续修复，“错峰增长”效应仍存出口短期继续维持高增。一季度投资同比增长 25.6%，基建和房地产投资保持稳定，制造业投资、民间投资将进一步修复；疫情缓解消费延续回暖；出口在“错峰增长”优势下短期继续维持高速增长。
 - 通胀水平有所抬升，但并无全面通胀之忧。一季度 CPI 呈现逐月上行的趋势，大宗商品价格上行推动 PPI 价格涨幅走阔。价格中枢虽有上行但全年通胀水平总体可控。
 - 新增社融保持相对平稳增长，人民币升值压力减弱。去年同期高基数下社融增速如预期回落，后续波动走低趋势不改。海外供需持续恢复，人民币汇率升值压力有所缓解。
- **宏观数据高增下的隐忧：部分微观主体困难与局部金融风险并存**
 - “宏观数据强反弹、微观主体弱修复”，部分微观主体仍面临困难。只有当“企业全面修复-就业市场活跃-居民可支配收入提高-需求全面反弹-企业投资扩大”的链条重新起主导作用时，微观主体才迎来真正的全面复苏。
 - 经济修复过程中或已出现一定收入差距扩大。收入差距拉大或拖累边际消费倾向的修复与反弹。
 - 上游价格上涨或挤压部分企业利润空间，仍需警惕资产价格的结构性上涨。PPI 与 PPIRM 剪刀差呈现出反向走阔，显示部分企业成本上升或较快。CPI 上行基础较弱，PPI 上行压力减弱，但仍需警惕热点区域房地产及部分商品价格出现过快上涨的可能。
 - 产出与信用“双缺口”下信用风险或加速释放，投机性及庞氏融资者比例提升背景下金融脆弱性或增加。
- **经济运行环境分析与全年经济走势展望**
 - 外部经济环境加大国内经济运行的不确定性。年内海外疫情制约依然存在，对我国外需依然可以形成一定支撑。海外经济体宽松政策力度与效果不同放大国际资本流动，我国国际收支差额或加大波动。地缘政治因素依然对全球及我国经济运行带来不确定性。
 - 宏观政策仍需兼顾稳增长与防风险的平衡。财政“减收增支”或仍持续，财政紧平衡下地方政府专项债作用凸显。货币政策在转弯中力图中性，流动性调节以“OMO+MLF+存款准备金”为主。
 - 经济持续修复无悬念，全年经济前高后低。年度增速可达 8.8%，与无疫情冲击相比经济总量缺口或将于 2022 年弥合。
- **股票和黄金表现不佳，二季度仍看好大宗商品**
 - 2021 年一季度，各大类资产表现有所分化。在国内外经济持续修复下大宗商品价格持续上扬，股票和黄金表现不佳。
 - 二季度大类资产配置比例为商品>股票=债券>黄金。二季度股票市场波动或有所加大，在全年社融收缩、融资环境边际收紧的背景下建议轻指数重个股的操作风格，回归基本面精细择股；债市收益率短期内或呈波动上行走势，但上行空间或有限；海外经济延续修复，短期内仍看好大宗商品，受益于经济修复的工业板块确定性较高，黄金做多机会仍需等待。

联络人

作者

中诚信国际 研究院

张 林 010-66428877-270
lzhang01@ccxi.com.cn

李路易 010-66428877-511
lyli01@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-397
chwang01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452
qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261
hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

经济运行积极因素增多，避险资产难有趋势性走势，2021 年 3 月 26 日；

放眼 2021：中国经济修复的挑战与对策，2021 年 1 月 19 日；

经济修复稳中有进，黄金债券短期难有趋势性走势，2020 年 12 月 23 日；

风险释放加快经济修复或“筑顶”，政策稳中求进关注风险资产结构性机会，2020 年 11 月 24 日；

经济稳步修复持续，风险资产结构性机会仍存，2020 年 10 月 29 日；

经济修复持续挑战仍存，商品股票机会或好于债券，2020 年 9 月 28 日；

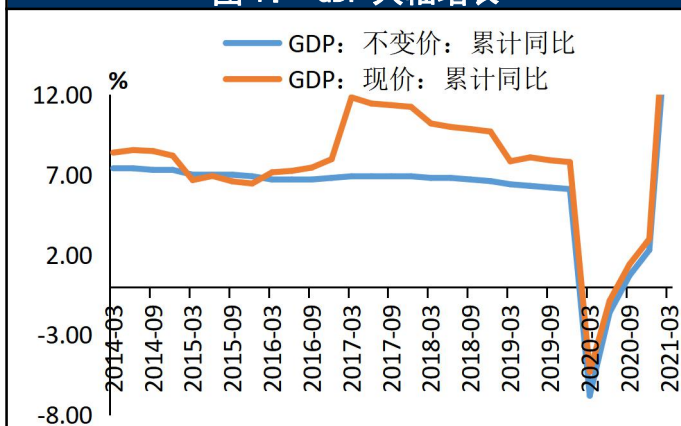
生产平稳需求短期改善，结构分化拖累经济修复，2020 年 8 月 18 日。

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

是需求结构，都出现一定程度的扭曲，具体表现为第三产业、最终消费对经济增长贡献率的回落。但随着经济的逐步修复，这种情况得到一定程度的改善。一季度第一、二、三产业同比增长分别为 8.1%、24.4%、15.6%，对经济增长的贡献分别为 2.2%、46.9%和 50.9%。从三大需求来看，最终消费、资本形成、净出口，三大需求对经济增长的贡献分别为 63.4%、24.5%和 12.2%，最终消费对经济的贡献率再度恢复到疫情前的 60%以上。

图 1：GDP 大幅增长



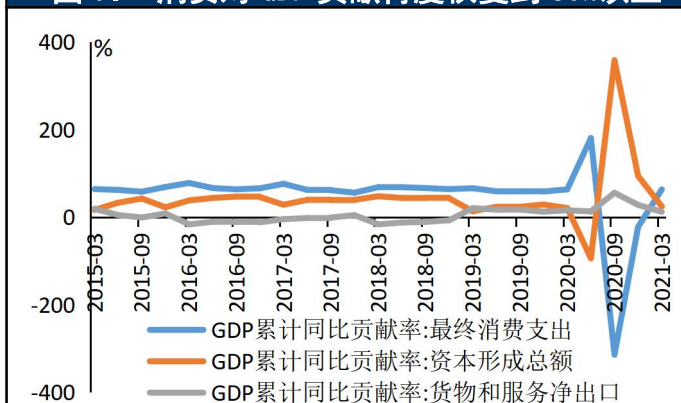
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：GDP 平减指数走势



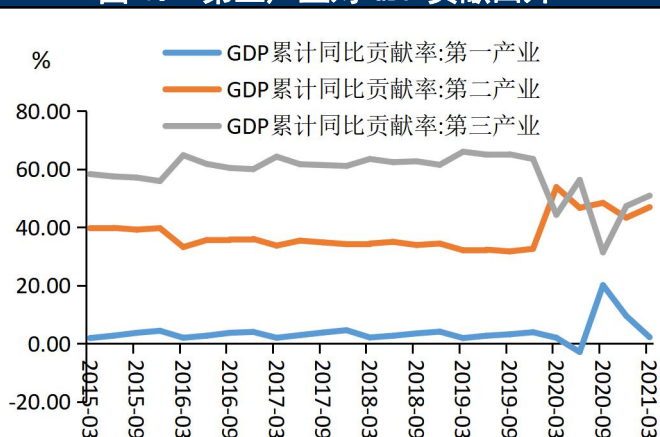
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 3：消费对 GDP 贡献再度恢复到 60% 以上



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：第三产业对 GDP 贡献回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

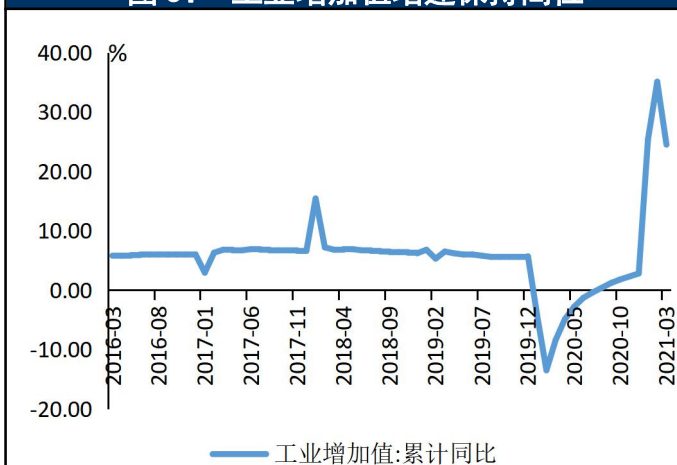
（二）工业生产与服务业生产双双高增，先行指标维持景气

1. 低基数背景下工业生产高增，后续生产或边际走弱

低基数背景下工业生产大幅改善。一季度，在低基数背景下，工业增加值同比增长 24.5%，较 2019 年同期增长 14%，两年平均增长率为 6.8%。具体来看，产业升级和基建相关工业生产依旧强势：装备制造制造业和高技术制造业两年平均增速均高于规模以上企业总体，新能源汽车、工业机器人、挖掘铲土运输机械、微机设备和集成电路同比增速均超过 60%，两年平均增速接近 20%。后续来看，未来工业生产积极因素和负面因素并存。负面因素主要有两个，一是随着全球供给的修复，我国出口错峰增长效应将弱化，导致出口对制造业生产的带动作用弱化；二是近期大宗商品价格上涨给下游企业带来了一定成本压力。从积极因素看，国内需求的逐步修复，也将给工业生产带来一定支撑。考虑到去年下

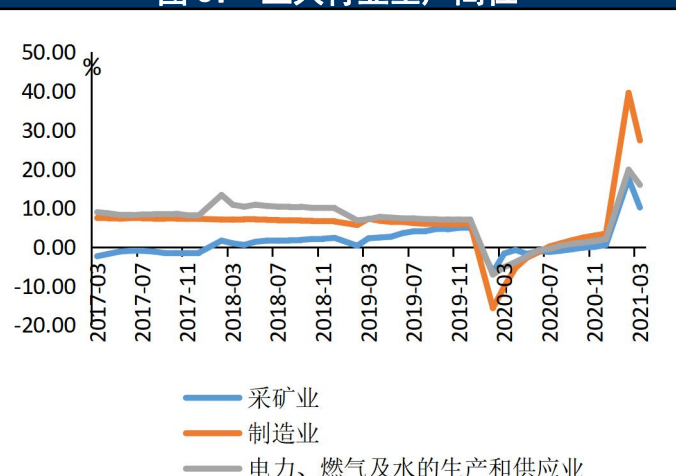
半年以来我国工业生产修复程度较高，当前我国工业生产已经处于较高水平，未来不排除工业生产的边际走弱，但在我国经济持续修复背景下总体仍将保持在较高景气水平。

图 5：工业增加值增速保持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6：三大行业生产高位

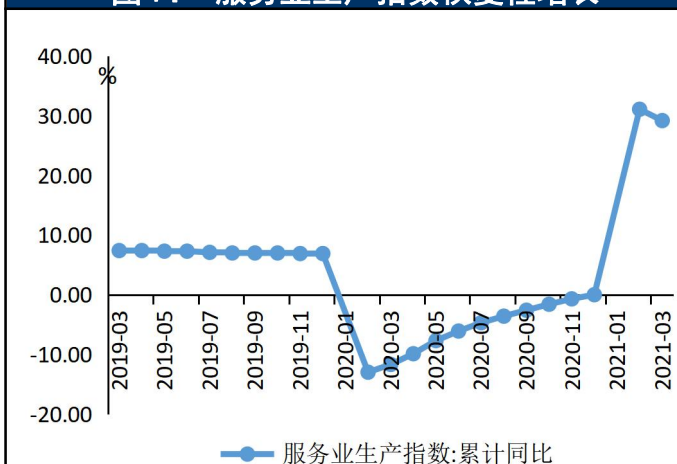


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

2. 疫情防控成果巩固服务业生产恢复至疫前水平，后续高位增长仍将持续

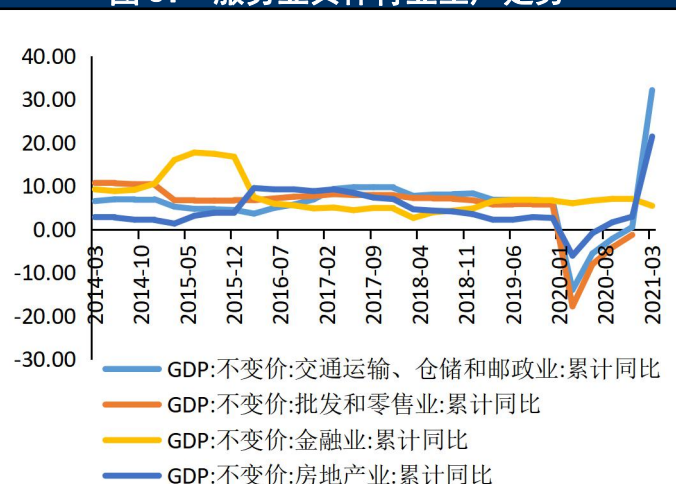
随着疫情防控成果的持续巩固，受疫情影响最大的服务业生产恢复性增长延续。一季度服务业同比增长 15.6%，两年平均增速为 4.7%；服务业增加值占 GDP 比重为 58.3%，对 GDP 增长的贡献率为 50.9%，拉动国内生产总值增长 9.3 个百分点，以上三项数据分别高出第二产业 21.1、3.8 和 0.7 个百分点。从服务业生产指数来看，一季度同比增长 29.2%，其中 3 月份服务业生产指数同比增长 25.3%，两年平均增速为 6.8%，已经达到疫前增速。后续来看，当前国内疫苗接种率不断上升，对国外输入严格控制，为此疫情防控成果在不断巩固中，各类消费约束将逐步打破，国内需求进一步释放，为此受到冲击最大的住宿餐饮业和租赁商务服务业将加快恢复增长趋势。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 62.9%，连续两个月位于高位景气区间，服务业企业对市场发展预期继续看好。

图 7：服务业生产指数恢复性增长



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8：服务业具体行业生产走势

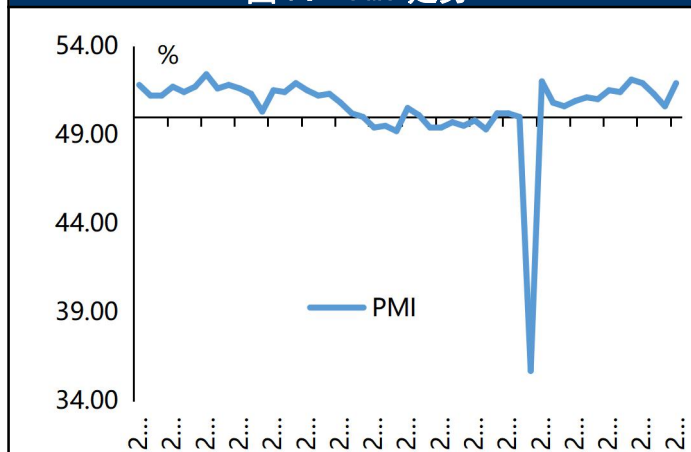


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

3. 产需同步回暖景气指数回升，关注要素成本较快上升压力

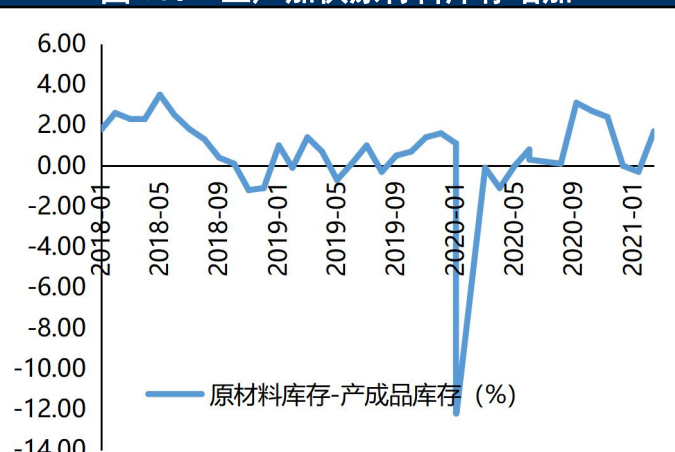
春节假期因素的扰动 PMI 有所波动，总体处于荣枯线以上。2 月在春节假期扰动下企业生产经营放缓，PMI 有所回落，随着季节因素的消退 3 月 PMI 指数再度回升至 51.9%。在外需支撑下新出口订单和进口 PMI 均保持在近年高位。3 月生产指数上升 2.0 个百分点至 53.9%，生产复苏推动库存指数降幅收窄，比上月提高 0.7 个百分点至 48.4%。同时，原材料库存指数仍位于荣枯线以下或与生产成本较高相关，3 月主要原材料购进价格指数较前值调升 2.7 个百分点至 69.4%，出厂价格指数仅提高 1.3 个百分点至 59.8%，购销价差环比有所提高，销售利润或出现下降。3 月国际大宗商品价格持续位于高位，购进价格短期难以降低，需要关注出厂价格对于原材料购进价格的吸收和传导。分企业规模来看，3 月大型企业 PMI 为 52.7%，高于上月 0.5 个百分点。中、小型企业 PMI 分别为 51.6% 和 50.4%，分别高于上月 2.0 和 2.1 个百分点。小企业景气度重回荣枯线以上以及服务业景气度较大幅度回升，提示消费需求持续释放，经济内生动能增强，预期 PPI 走势也或将随之提高。

图 9：PMI 走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10：生产加快原材料库存增加



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）低基数下投资、消费高位运行，“错峰增长”效应仍存出口持续高增

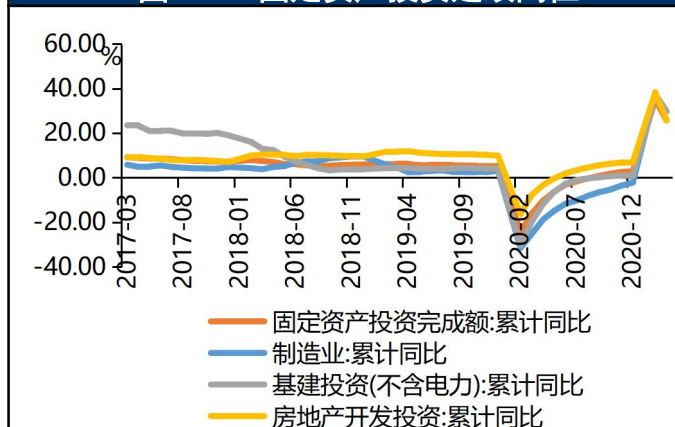
1. 基本面向好投资有所修复，积极因素增多下制造业投资有望进一步回暖

民间投资和制造业投资继续修复，但基建与地产投资的恢复程度仍然好于制造业投资。一季度投资同比增长 25.6%，两年平均增速为 2.9%，季调后较 2020 年四季度环比增长 2.06%，从月度数据来看，2 月和 3 月投资环比增速均呈加速增长趋势。分类别来看，一季度基建投资同比增长 29.7%，两年平均增速为 2.3%；制造业投资同比增长 29.8%，两年平均增速为 -2.0%，仍未恢复至疫情前水平；房地产开发投资同比增长 25.6%，两年平均增速为 7.6%，依然是增长最快的门类。从所有制来看，民间投资同比增长 26.0%，两年平均增速为 1.7%，考虑到当前企业家信心指数持续回升，已接近疫情前水平，后续民间投资改善趋势或将延续。

投资延续稳定恢复趋势。后续来看，基建投资方面，2021 年是“十四五”规划的第一年，多项重大项目开建，“两新一重”项目加快推进，基建投资的“托底”作用仍在，不过 3 月份国常会“政府杠

杆率要有所降低”的表态或将对地方融资平台加大约束，因此对基建投资的支撑作用不应过度乐观；制造业投资方面，当前全球疫苗接种范围持续扩大，外需持续支撑，同时国内产业升级加速，制造业投资有望继续恢复。房地产投资方面，“房住不炒”下房地产投资大幅上升的动力有限，年内房地产投资将保持平稳运行。整体来看，当前投资支撑因素多于负面因素，固定资产投资稳定恢复趋势仍将延续。

图 11： 固定资产投资延续高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12： 民间投资显著改善



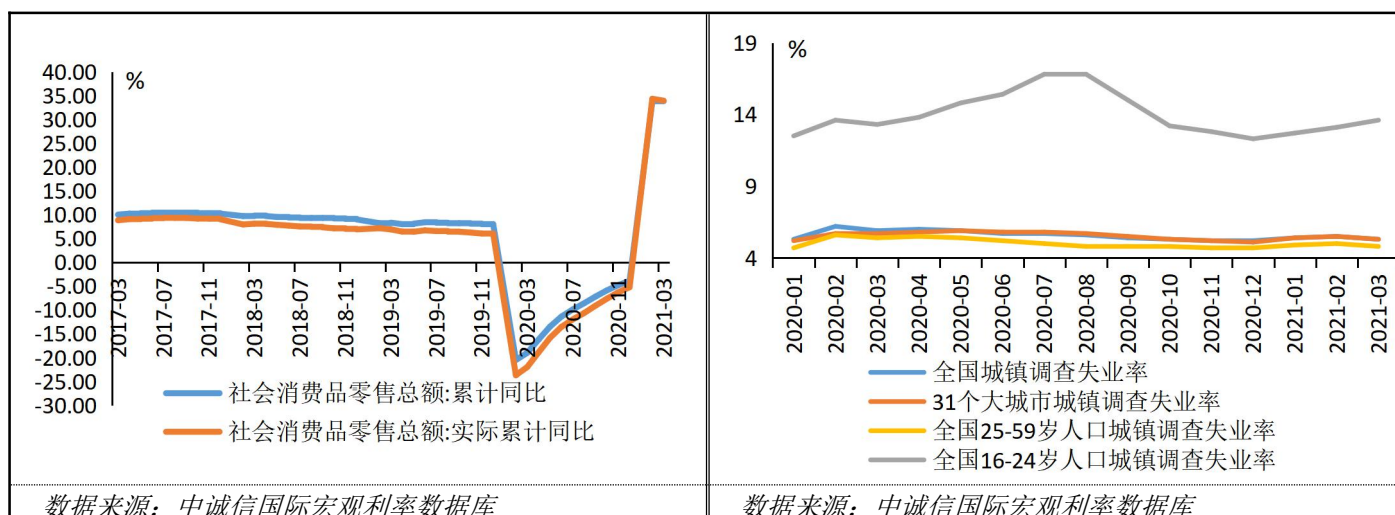
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

2. 疫情缓解消费延续恢复趋势，疫情防控成果不断巩固消费将持续改善

消费延续改善态势。一季度社零额同比增长 33.9%，较 2020 年四季度增长 1.86%，两年平均增长 4.2%。从一季度各月环比增速来看，加速趋势明显，特别是 3 月份同比增长 34.2%，较 2019 年 3 月份增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%。**后续来看，随着疫情对消费约束的持续弱化，聚集型和接触式消费将进一步恢复。**二季度假期较多或带来“补偿式”出行火爆：根据国税总局增值税发票数据显示，受出行及返乡探亲需求集中释放带动，今年清明假期期间住宿服务销售收入同比增长 91.5%，两年平均增长 6%，住宿服务业销售收入首次超过 2019 年同期水平，餐饮服务销售收入同比增长 81.7%，两年平均增长 8.5%。根据各大出行平台的统计显示，五一机票出行预定量与预定价格均以超过 2019 年同期水平。不过当前居民收入恢复相对缓慢，同时在去年延迟就业背景下，2021 年初次就业群体或面临较大的就业压力，此外房地产价格回暖对消费增长形成进一步的压力，消费制约因素仍存。

图 13： 社零额持续修复

图 14： 失业率结构性分化



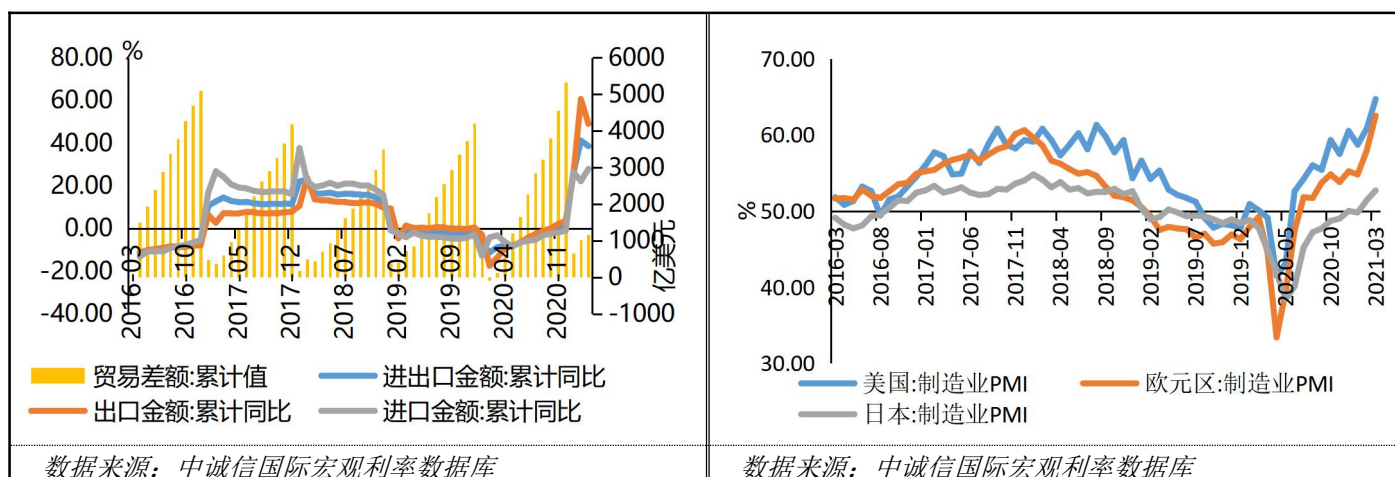
3. 出口短时维持高位增长, 但全球产能恢复或将弱化出口替代效应

出口虽然整体仍保持高增态势, 但已经出现边际放缓态势。一季度来看, 低基数下出口总体保持高增态势, 一季度进出口同比增长 38.6%, 出口同比增长 49%, 进口同比增长 28%, 实现贸易顺差 1163.5 亿美元。从环比比较来看, 一季度进出口较 2020 年四季度环比下降 4.09%, 出口环比下降 9.58%, 进口环比增长 3.42%, 均好于 2019 年和 2018 年同期环比增速, 也在一定程度上说明了一季度出口的高景气。但值得一提的是, 虽然 3 月份出口增速仍然保持 30% 以上的同比增长, 但较 1-2 月累计同比增速已经有所回落, 3 月出口两年平均增速 (10.3%) 低于 1-2 月两年平均增速 (15.2%), 已经呈现边际放缓, 这主要是由于海外产能恢复, 对我国的出口形成一定的挤出效应。

全球产能修复将弱化中国出口替代效应, 大宗商品价格走高进口有望稳中有升。截至 2021 年 4 月 9 日, 全球每百人新冠疫苗接种量达到 9.73 剂次, 主要国家疫苗接种率大幅上升。在主要国家疫苗接种量持续提高的背景下, 全球需求将持续恢复。海外经济的修复对中国经济的影响具有双重性: 一方面, 海外需求的恢复有助于外需扩张, 从而利好中国出口; 另一方面, 随着疫情控制, 全球供给逐步修复, 弱化疫情期间中国出口的错峰增长优势。从目前情况来看, 全球供给恢复快于需求修复, 后续出口面临回落压力。不过, 海外供给恢复对中国出口的冲击是一个逐步显现的过程, 不会一蹴而就, 且上半年基数较低, 因此上半年中国的出口仍将维持韧性, 但下半年随着海外经济的进一步修复和基数走高, 出口回落的压力将有明显体现。从进口来看, 在国内经济持续修复、大宗商品价格走高以及持续落实中美贸易协议的背景下, 我国进口将保持稳中有升的态势。

图 15: 出口保持高位

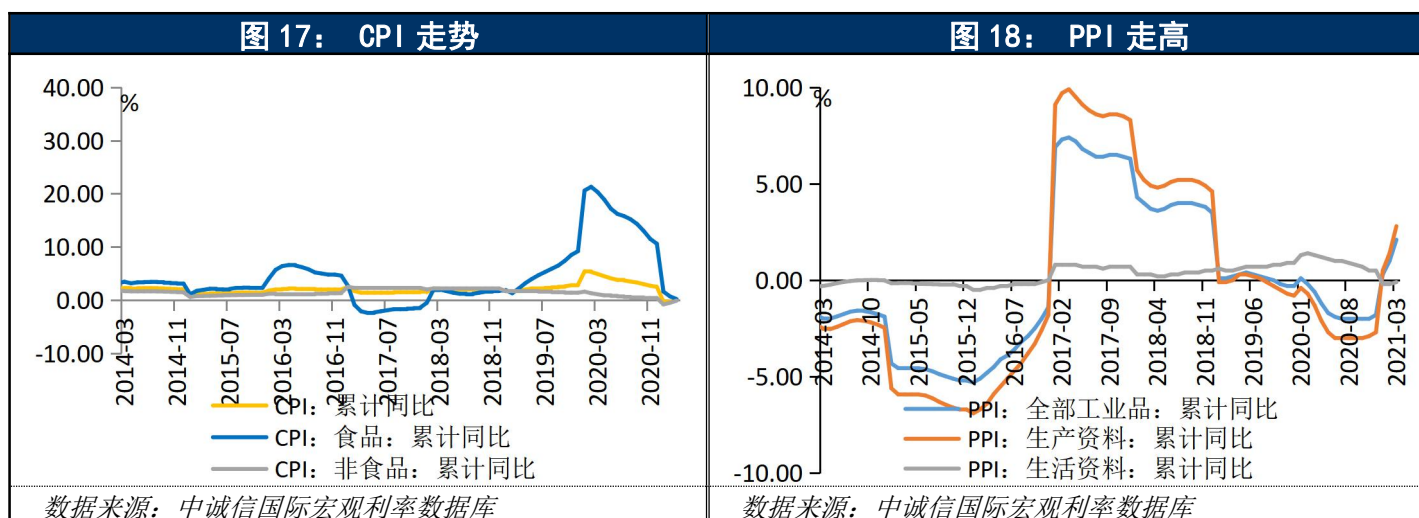
图 16: 欧美日 PMI 指数均上升



(四) 通胀水平有所抬升，但并无全面通胀之忧

CPI 略有上升，就地过年政策熨平季节性波动。一季度 CPI 呈现逐月上行的趋势，主要得益于翘尾因素的拖累逐渐减弱。往年 CPI 在春节期间有所上行，但今年的就地过年政策熨平了季节性。具体看，3 月份食品 CPI 累计同比为 0.2%，非食品 CPI 累计同比下降 0.1%，剔除食品和能源的核心 CPI 较 1、2 月有所上升但仍处于历史低位。如我们此前预期，一季度 CPI 始终处于低位。后续看，二季度开始 CPI 翘尾因素由负转正，叠加禽肉价格下降接近周期底部，CPI 或出现一定上调，基数效应下今年 CPI 高点或出现在年末，全年 CPI 或呈现前低后高走势。

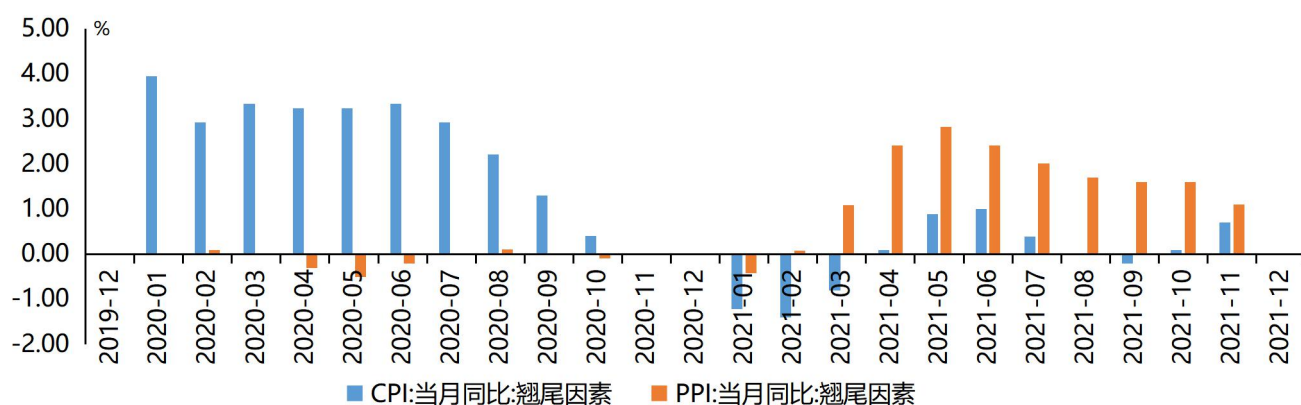
大宗商品价格持续上行，PPI 价格涨幅走阔。随着国内需求进一步改善，叠加大宗商品价格提高，3 月份 PPI 累计同比上涨 2.1%，为 2019 年以来的最高值，其中 3 月份单月同比上涨 4.4%，更是 2018 年 8 月以来的最高值。其中，生产资料价格累计同比上涨 2.8%，单月同比上涨 5.8%；生活资料价格累计同比下降 0.1%，不过单月同比由上月 -0.2% 转为上涨 0.1%。一季度国际原油价格和进口金属原材料持续上涨，带动国内金属加工领域价格上行。



价格中枢虽有上行但全年通胀水平总体可控。我国经济今年或将呈现“宏观数据强反弹、微观经济修复”的显著特征，加之宏观调控操作“转弯”影响，经济整体较难出现显著过热，全年以 CPI

为衡量标准的通胀或预期可控。CPI 方面，二季度开始 CPI 翘尾因素由负转正，叠加猪肉价格下降接近周期底部，CPI 或出现一定上调，但上涨幅度或有限。PPI 方面，国内地方政府专项债大幅扩容投向基建或对生产资料价格形成一定支撑，海外主要经济体共振复苏的情况下大宗商品价格短期较难下行，输入型的生产资料价格上涨仍起作用，叠加二季度 PPI 翘尾的支撑，近期 PPI 或仍延续向上，仍需关注大宗商品价格上涨对 PPI 的影响

图 19：翘尾走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

（五）新增社融稳中偏紧，人民币升值压力减弱

1. 社融增速如预期回落，稳杠杆背景下波动走低趋势不改

社融存量增速由升转降，但社融增量仍维持在常态化下的较高水平。一季度，受去年同期高基数（2020 年一季度，应对疫情冲击下新增社融 11.08 万亿元，创历史新高）影响，社融存量增速如预期回落，同比增长 12.3%，较 2020 年底回落 1 个百分点。从社融增量来看，一季度新增社融 10.24 万亿元，较上年同期少增 0.84 万亿元，但仍然高于 2018、2019 年水平，实体经济融资需求仍有保障。分类别来看，信贷仍保持对实体经济融资的较高支持力度，一季度新增表内融资 8.09 万亿元，较去年同期多增 6519 亿元；表外融资继续收缩，委托贷款、信托贷款及未贴现银行承兑汇票同比环比均有压减；一季度直接融资新增 1.11 万亿元，去年同期支持企业的政策频出，基数效应下较去年同期少增 7967 亿元；一季度政府债券发行进度整体偏慢，新增政府债券融资 6584 亿元，较去年同期少增 9197 亿元。

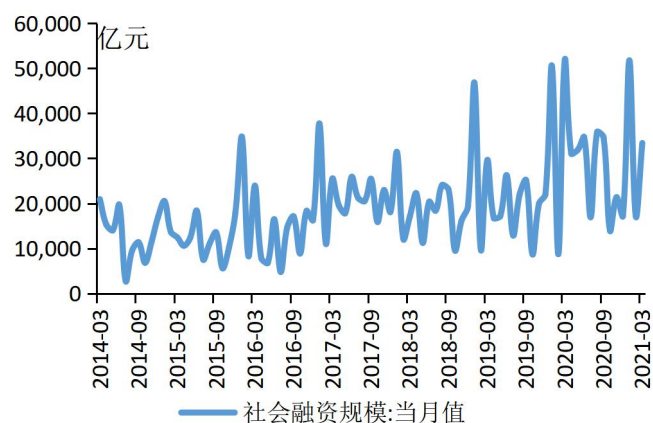
高基数下 M2 增速回落，M1 基本稳健。3 月份，M2 同比增长 9.4%，较 2020 年底回落 0.7 个百分点。具体来看，一季度新增居民存款 6.68 万亿元，较同期多增 2100 亿元，企业存款增加 2574 亿元，较同期少增 1.60 万亿元，政府存款减少 1633 亿元，较同期少减 1510 亿元，居民存款增加和财政支出较为积极对 M2 形成一定支撑，但基数因素拉低了 M2 的增速。后续 M2 基数仍然较高，使得 M2 增速或仍存一定的下行压力。M1 同比增长 7.1%，较 2020 年底回落 1.5 个百分点，保持稳健，与当前实体经济的活跃度基本匹配。

信用周期转换下，后续社融增速仍可能波动回落。2021 年政府工作报告中提出“货币供应量和社融融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”。4 月 1 日人民银行货币政策司司长孙国峰国务院新闻办公室“构建新发展格局 金融支持区域协调发展”新闻

经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品—2021 年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望

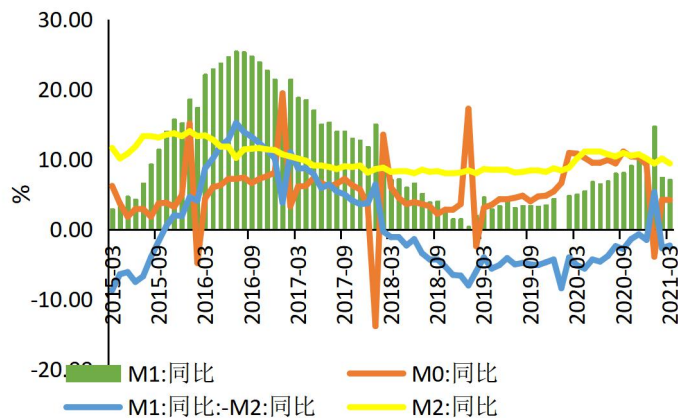
发布会上明确提出，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”是货币政策框架的“锚”。根据我们此前的观点，如果社融和货币增速与名义经济增速匹配，那么 2021 年社融增速预计或在 11% 左右，与当前 12.3% 的社融增速仍有一定距离，则后续年内社融仍将波动回落。

图 20：新增社融走势



数据来源：中诚信国际整理

图 21：M1 与 M2 走势

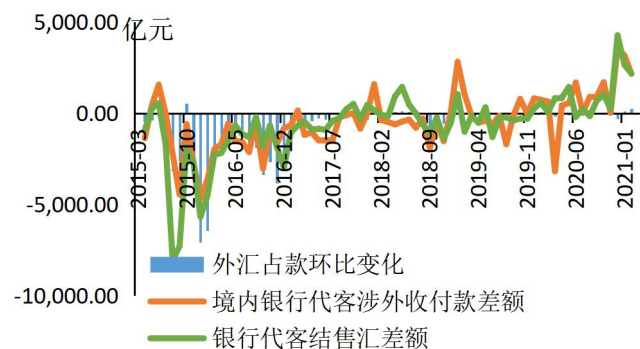


数据来源：中诚信国际整理

2. 海外经济持续修复下人民币升值压力或有所缓解

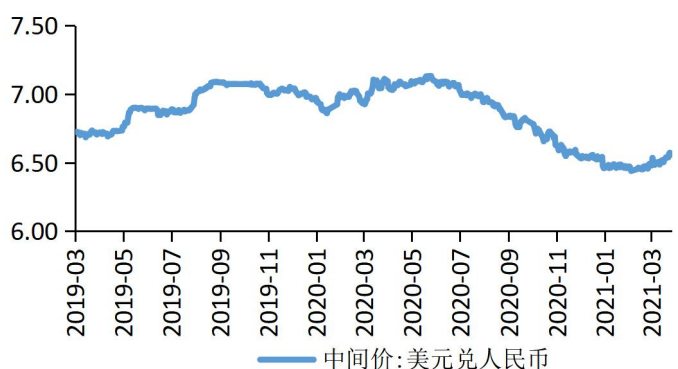
人民币汇率升值压力有所缓解。从外汇占款来看，3 月末央行口径占款为 211553 亿元，减少 82 亿元。近期虽然强劲的出口增长对外汇占款增长形成了有效的支撑，不过 3 月份进口增速再度超过出口增速，使得外汇占款有所回落。2 月境内银行代客涉外收付款差额为 2145 亿元，连续三个月保持在 2000 亿元以上，不过月度增幅有所收窄；2 月银行代客结售汇差额为 2158 亿元，同样保持高位。疫情前由于中美贸易战导致人民币贬值压力持续加大，疫情的冲击进一步加剧了人民币的贬值压力，不过随着国内外疫情的分化，我国经济良好的基本面为人民币提供支撑，人民币汇率持续走强，特别是海外大规模的量化宽松政策使得人民币升值压力加大，人民币进入了升值通道。进入 2021 年，随着疫苗的接种持续上升，海外供需不断改善，同时美国国债利率有所上升，缓解了当前人民币升值的压力，一季度人民币对美元汇率呈现小幅波动下降趋势。短期内人民币汇率仍将呈双向波动趋势，在国内良好的基本面支撑下人民币无大幅下行之忧，海外需求的改善使得人民币上行压力缓解。

图 22：跨境资本流动



数据来源：中诚信国际整理

图 23：人民币汇率走势



数据来源：中诚信国际整理

经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品—2021 年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望

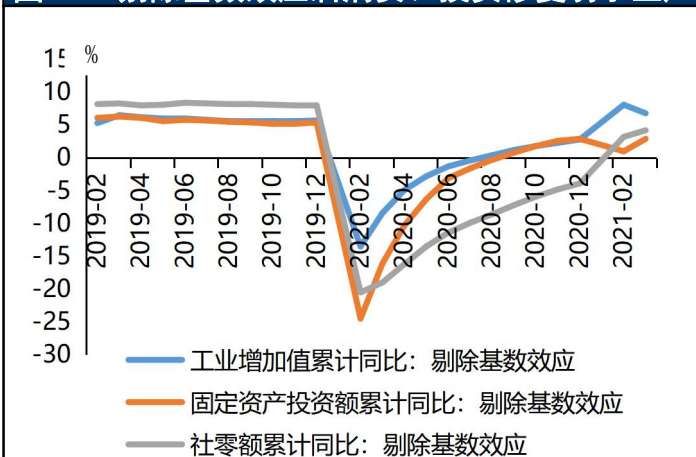
二、宏观数据高增下的隐忧：部分微观主体困难与局部金融风险并存

低基数叠加国内经济复苏强劲，再加出口错峰高增，一季度经济增速达到有数据统计以来的最高值。但亮眼数据下经济运行犹存多重隐忧：一是私营与小微企业等微观主体仍存困难，消费修复相对生产依然较弱，经济内生动能尚待进一步释放；二是全球货币扩张及需求释放共振下大宗商品价格高位运行，输入型上游价格上涨带来部分企业利润空间被挤压；三是经济修复反弹过程中或已经出现一定收入差距拉大；四是信用由宽松转向收缩，产出缺口下经济体中投机性及庞氏融资者比例或进一步提升，金融系统脆弱性或会有所增加。

（一）“宏观数据强反弹、微观主体弱修复”，部分微观主体仍面临困难

消费修复仍弱于生产，边际消费倾向反弹仍需时间。一季度规上工业增加值同比增长 24.5%，两年平均增长 6.8%，已经略强于疫情前的平均水平。相比之下社零额剔除基数效应后的两年平均增长为 4.2%，低于工业增加值增速，也低于疫情前的平均水平。疫情冲击下产需两弱形成负向循环：企业生产受损-居民就业压力加大或机会减少-人均收入增速收窄或下降-消费倾向降低消费减少-生产动能进一步受损。由于传导链条较长消费修复缓慢，去年我国居民人均实际可支配收入同比近年来首次大幅低于经济增速，人均消费支出更是首次出现负增长且降幅较大。今年一季度全国居民人均消费支出名义增长 17.6%，但两年平均增长为 3.9%，剔除价格因素后仅有 1.4%。同时，居民谨慎性的储蓄增加，一季度住户新增人民币存款达 6.68 万亿元，处于历史统计的高位，侧面表明边际消费倾向仍然较低。

图 24：剔除基数效应后消费、投资修复弱于生产



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 25：居民新增人民币存款显著增加

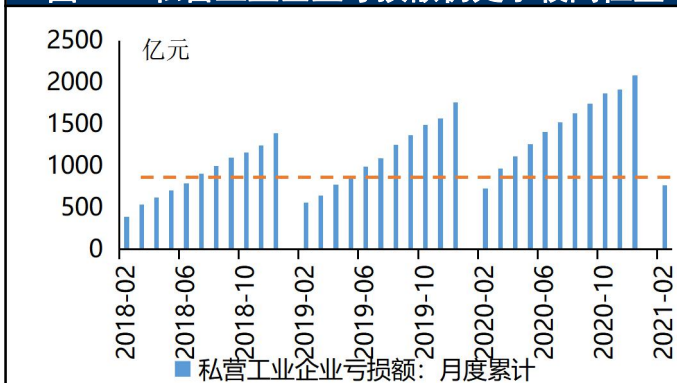


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

微观企业或仍以修复为主线，经济内生动能尚待进一步释放。从民营企业集中的制造业层面看，制造业上市企业的资本开支在 2020 年出现大幅下跌，用于构建固定资产、无形资产的支出增速由正转负，从已经公布了 2021 年一季度财报的部分企业看，其资本开支较去年四季度尚未出现明显改善，加之信用周期下行下企业借新还旧压力较大，新增固定资产支出意愿或依然较低，未达上市标准的中小制造业企业的新增投资水平或许更低，因此经济内生动能尚待进一步释放。从工业企业层面看，1-2 月亏损

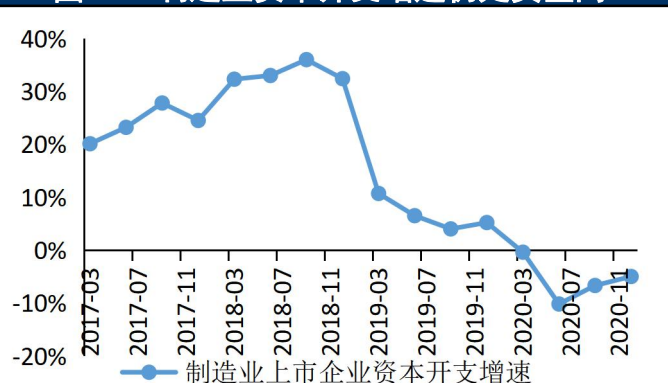
工业企业的亏损额同比已经出现大幅下降，但亏损规模仍处高位，尤其是其中私营工业企业亏损额在2020年达到该项统计指标的历史最高值，年内累计亏损额超过2000亿元，2021年1-2月的亏损额也达到766亿元，高于2019年及2020年同期。只有当“企业全面修复-就业市场活跃-居民可支配收入提高-需求全面复苏-企业扩大投资”的链条重新起主导作用时，微观主体才迎来真正的全面复苏。

图 26：私营工业企业亏损额仍处于较高位置



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 27：制造业资本开支增速仍处负区间



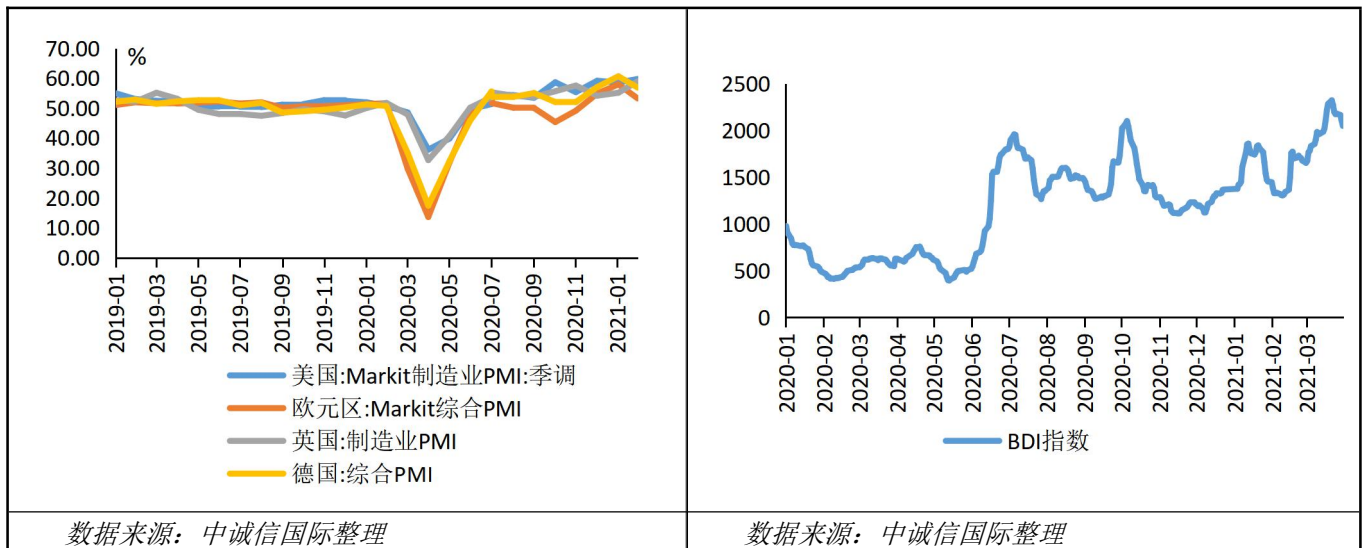
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）上游价格上涨或挤压部分企业利润空间，仍需警惕部分资产价格的过快上涨

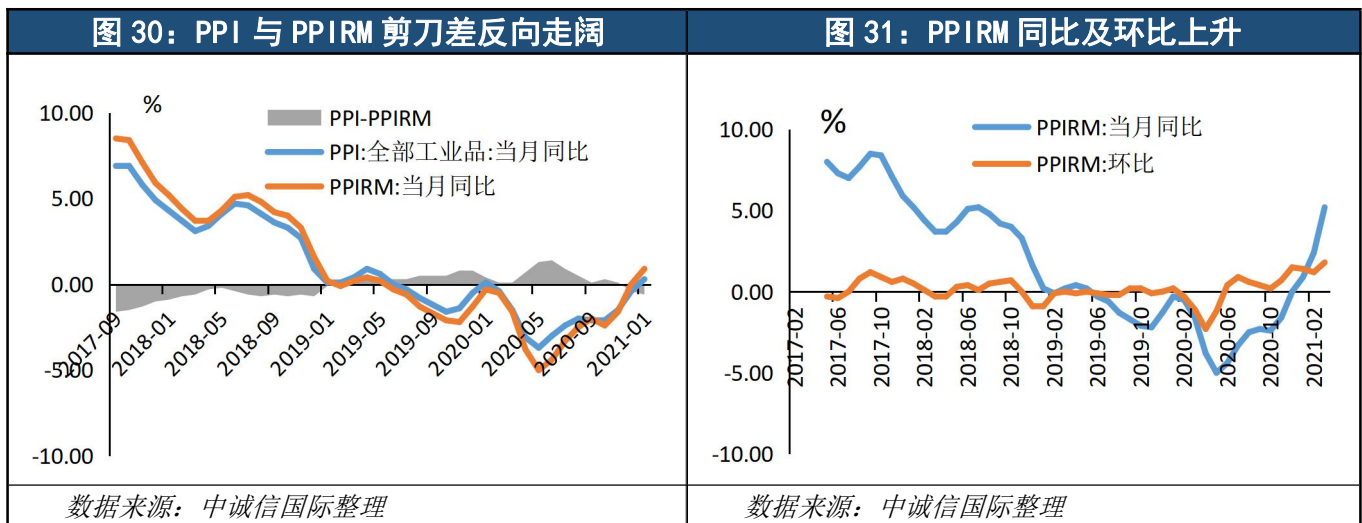
一季度通胀压力主要表现为PPI上行较快，而PPI上行呈现出显著的输入型特征。一季度，新冠疫苗全球陆续落地并持续推进下主要经济体生产得以恢复，欧美直接补贴到家庭的大规模经济刺激计划促进消费需求释放，1-3月欧美等主要国家景气指数高位运行。各国经济修复过程中对于工业原料的需求上涨带来全球大宗商品上涨，反映工业原料贸易需求的BDI指数也于一季度快速上扬。受此影响，一季度我国PPI上涨也主要体现为输入型：国际原油价格持续上行，带动国内原油开采、燃料加工、化工制造等领域价格上涨；进口铁矿石、国际有色金属价格也同时上涨，带动国内金属加工领域价格上行。此外，据统计局流通领域生产资料价格监测，3月汽油和柴油价格较前值涨幅较大，拉动工业类消费品价格上涨，也是带来当月CPI由降转升的主要原因。

图 28：主要国家 PMI 处于较高景气区间

图 29：波罗的海指数处于高位



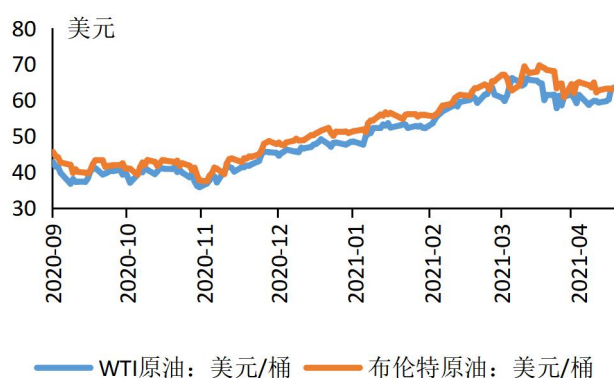
PPI 与 PPIRM 剪刀差呈现出反向走阔，显示部分企业成本上升或较快。一季度以来 PPIRM 的上涨幅度较 PPI 更大，即出厂价格上涨幅度小于购进价格。原料价格上涨一般对于上游企业及规模较大的头部企业有利，可以扩大其利润空间。但部分小型企业及下游企业消化及转移价格成本的能力较弱，或会出现利润空间被挤压的情况。据中国物流中心 3 月的调研数据显示，部分企业反映劳动力成本和物流成本上升较快，对利润空间形成了压力。



全年通胀水平总体可控，但仍需警惕部分资产价格的过快上涨。从 CPI 看，进入 CPI 统计的大部分工业产品供给充足，核心 CPI 当前依然处在历史低位，只有“蒜”、“姜”、“猪肉”等农产品由于供应调整周期长、需求弹性小等原因，可能会出现价格“蛛网模型”波动，但一般也仅出现在经济过热的阶段，结合当前微观主体修复较弱的情况看，局部商品出现过快上涨并拉动 CPI 上行的情况也较难发生。从 PPI 看，3 月中旬之后原油、铜等大宗商品或上涨放缓、或出现价格下行，且油价高位运行下减产联盟较难协同行动，“OPEC+”在 4 月份已经开启增产步伐，后续“输入型”的价格快速上涨的可持续性或不足，但随着各国经济持续修复，也并不能完全排除油价继续上涨的可能。另一方面，由于

PPI 上涨表现为输入型，仅靠国内货币政策收紧难以起效，因此需要持续关注大宗商品价格高位运行的趋势及后果。从资产价格情况来看，去年的货币宽松带来了流动性宽裕，加之经济低位运行下优质资产稀缺，部分大宗商品、热点区域房地产等资产价格或仍有一定上行空间。以房地产市场为例，一季度 30 大中城市商品房成交面积上涨显著，二手房销售价格出现明显上涨，虽然由地产融资“三道红线”及供地“两集中”等政策限制，短期看房地产市场需求特别是热点地区的房地产需求依然强劲的趋势较难逆转。

图 32：原油期货趋于稳定且略有下降



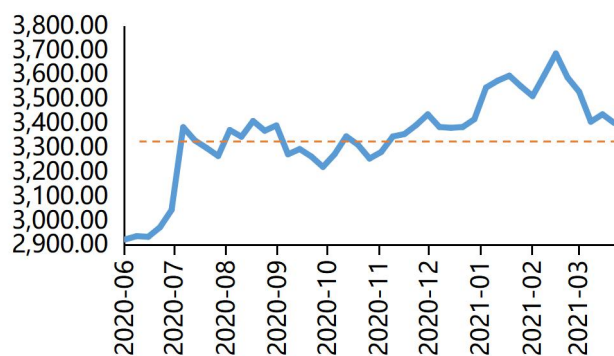
数据来源：中诚信国际整理

图 33：上游铜、铁价格高位运行



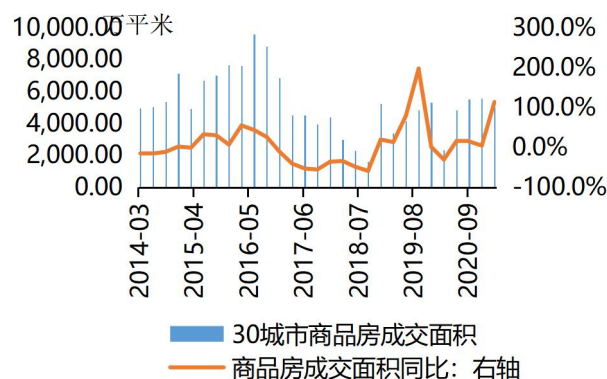
数据来源：中诚信国际整理

图 34：上证综指显著高于去年



数据来源：中诚信国际整理

图 35：商品房成交面积上涨显著



数据来源：中诚信国际整理

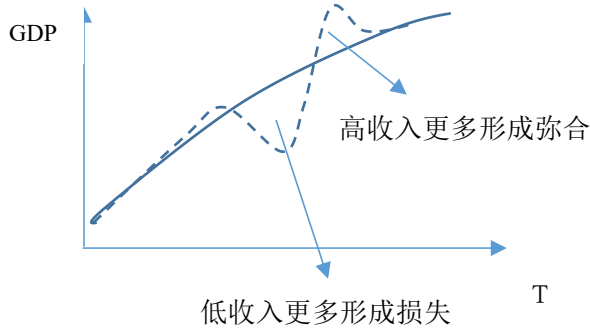
（三）产出缺口修复过程中或出现收入差距加速扩大

产出缺口尚未完全修复，经济修复过程中或已出现一定收入差距扩大。新冠疫情对我国经济带来的产出缺口（疫情冲击下 GDP 总量与无疫情冲击时 GDP 总量之差）在 2020 年高达 4.5 万亿，虽然经济强势反弹，但经济加速修复的部门与微观主体，并非严格对应着疫情冲击下出现产出缺口损失的部门与微观主体。特别是低收入群体大多在小微企业就业，应对经济波动的能力较差，而在经济反弹过程中软件、电子设备等高收入行业却获得了快速增长，虽然我国并未采取过度的经济刺激，但经济修复过程中的收入分化或已出现。以社会消费品零售额为例，疫情前后限额以上社零额同比与限额以下

经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品—2021 年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望

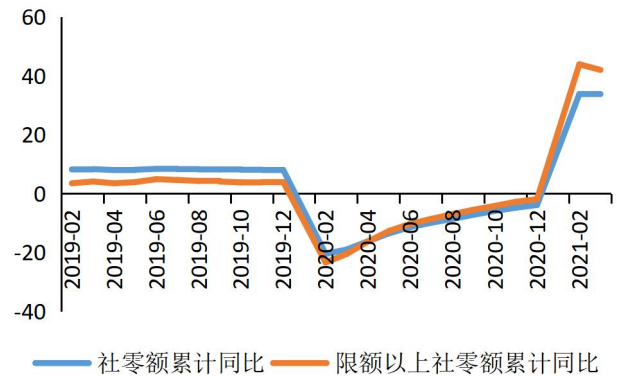
社零额同比增速大小出现逆转，从侧面体现出疫情之后贫富差距或有扩大。由于收入较低群体的边际消费倾向更高、消费的收入弹性更低，收入差距拉大或进一步拖累边际消费倾向的修复与反弹。

图 36：疫情冲击带来收入差距拉大的图示



数据来源：中诚信国际整理

图 37：疫情前后社零额增速变化

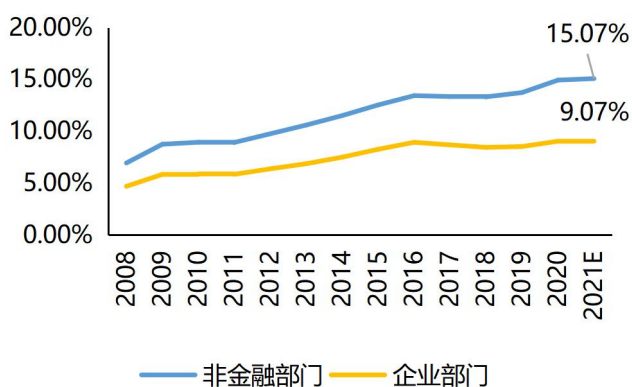


数据来源：中诚信国际整理

（四）庞氏融资者占比处于高位，“双缺口”下金融脆弱性或有所增加

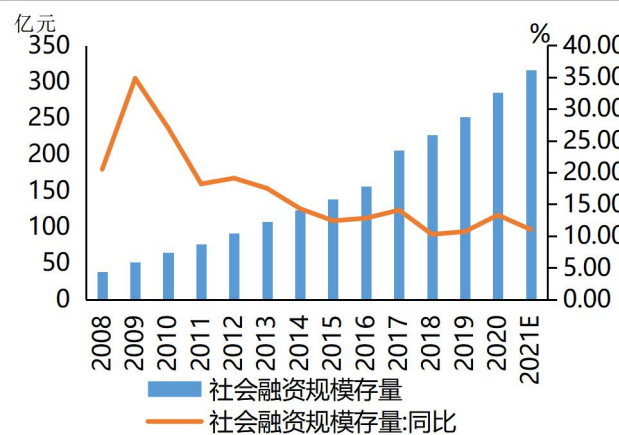
产出缺口与信用缺口双缺口并存，信用风险敞口或有所加大。从经济周期来看，经济从疫情冲击下的大幅下行转向快速复苏，经济周期整体向上，但其主线是弥补产出缺口中的反弹。从信用周期来看，2020年下半年以来，政策逐步由加杠杆向稳杠杆转变，宏观杠杆率增速逐季放缓，当前社融与M2拐点也已经出现，信用周期从扩张进入下行周期。在经济周期向上、信用周期转换背景下，经济运行存在“双缺口”风险，即经济受疫情冲击导致的前期增长缺口和信用周期转向导致的信用缺口。尤其是，融资环境由去年的宽松到今年偏紧的过程中，实体经济融资缺口或有所加大，加之金融机构风险偏好下降，需警惕信用收缩背景下信用风险的超预期释放压力。

图 38：预计 2021 年实体经济付息压力较大



数据来源：中诚信国际整理

图 39：预计社融增速转向下行

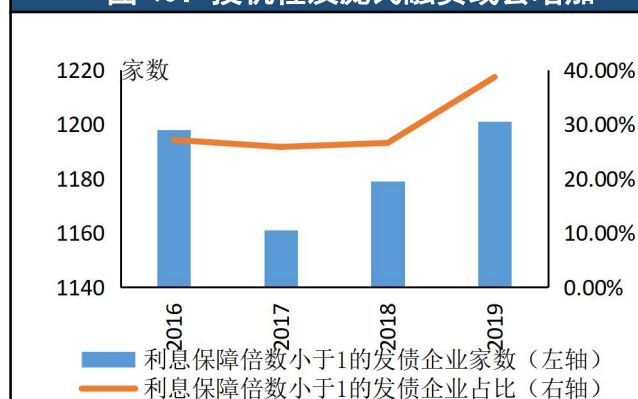


数据来源：中诚信国际整理

投机性及庞氏融资者比例或已增加，“双缺口”下金融体系脆弱性增大。金融危机以来我国共出现三次由货币宽松转为收紧的转换，2011年受前期四万亿经济刺激影响增长稳定并出现了通胀压力，央

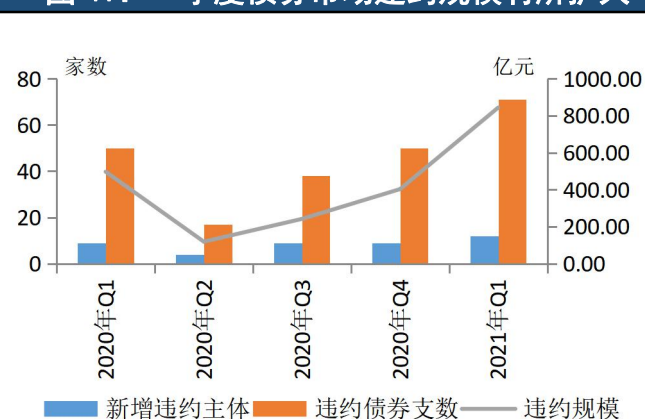
行采取了加息政策，2017 年供给侧改革带动经济企稳的过程中采取了金融去杠杆的政策。当前的货币政策转弯收紧也是在经济企稳之后实施的，但与前两轮货币政策转向的背景有所不同。本轮经济企稳是产出缺口弥合过程中的修复反弹，而前两轮货币政策收紧时并未出现产出缺口，且实际产出略高于潜在产出。产出缺口下的货币宽松会引致投机性或庞氏融资者比例上升，以债券发行人为例，从现金保障倍数、利息保障倍数等发债企业的一些财务数据变动趋势来看，2018 年开始债务偿还压力较大的融资主体占比开始上升，2020 年投机性及庞氏融资者比例可能已经较 2011、2017 年进一步提升，随着今年信用周期下行融资环境偏紧，投机性及庞氏融资者的增加或将进一步推高金融脆弱性。

图 40：投机性及庞氏融资或会增加



数据来源：中诚信国际整理

图 41：一季度债券市场违约规模有所扩大



数据来源：中诚信国际整理

三、经济运行环境分析与全年经济走势展望

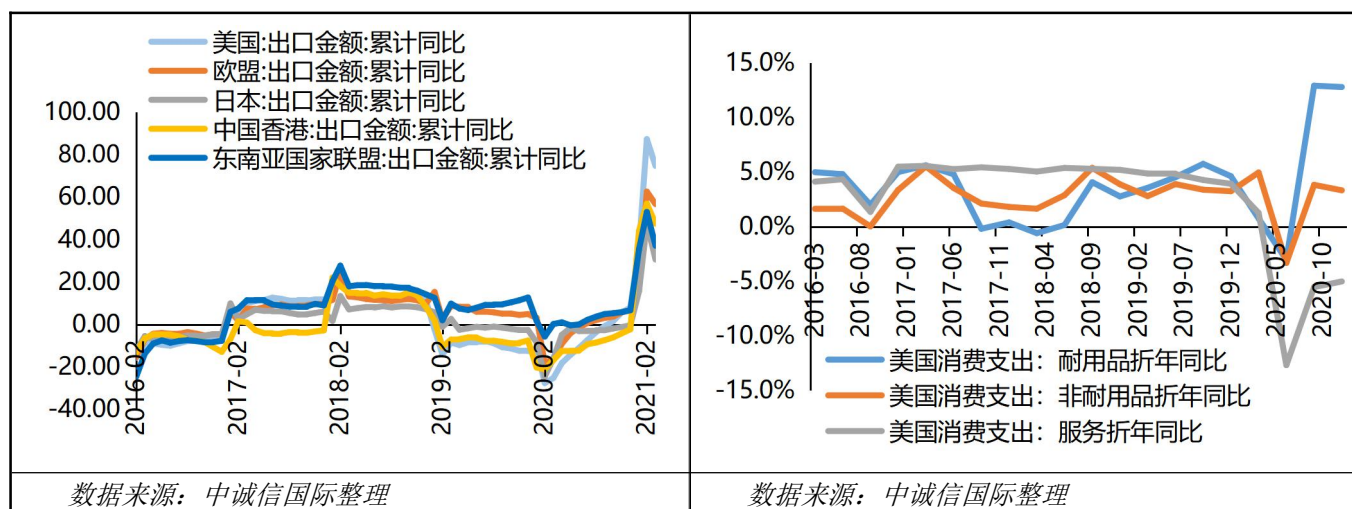
2021 年中国经济运行面临的内外环境更加复杂。外部看，中美战略竞争仍将延续并有可能向贸易之外的科技、产业链等领域继续深化，各国应对疫情的模式不同、宏观刺激政策的效果不同，带来全球资本流动波动放大。内部看，稳增长与防风险兼顾平衡的路径取得将依旧艰难，货币政策和财政政策将以稳为主。总体看，2021 年经济持续修复无悬念，全年经济前高后低，预计年度增速为 8.8%。

（一）全球经济复苏不平衡加大国际资本波动，大国博弈持续下外部不确定性仍存

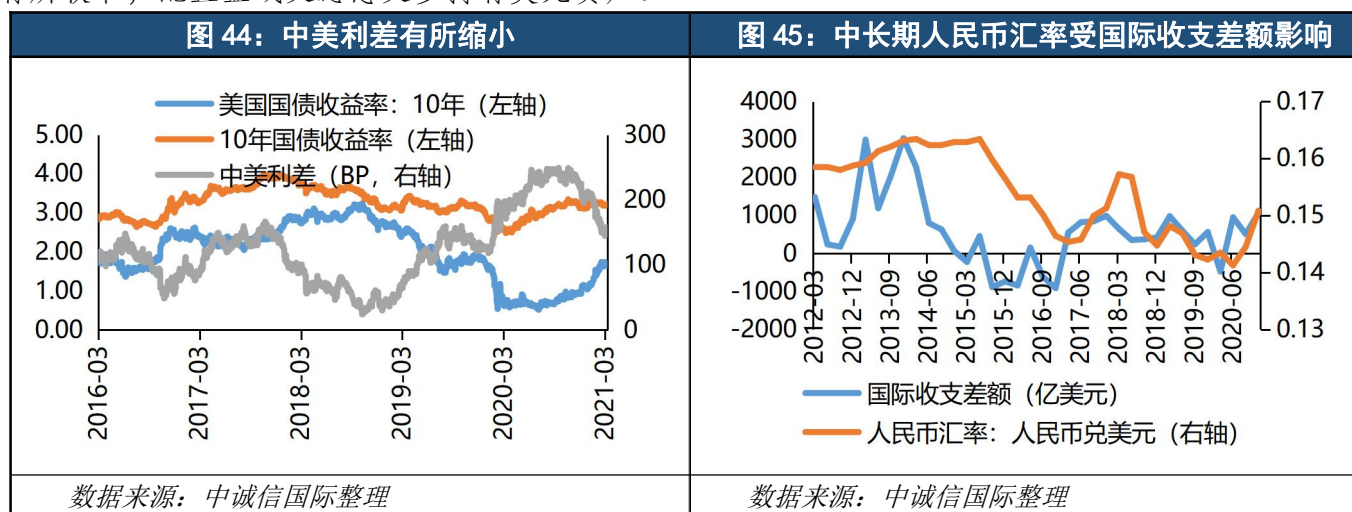
年内海外疫情制约依然存在，对我国经济依然可以形成一定外需支撑。新冠疫苗已经在全球落地推广，但达到群体免疫仍需要更多时间，目前全球新增确诊病例每天仍高于 6 万例，这意味着主要经济体的生产依然受到一定抑制。另一方面，各国经济刺激计划对需求端拉动较强，带动产出较快修复，一季度 IMF 也将全球 GDP 增速预测从此前的 5.5% 调高至 6%，以美国为例，生产修复叠加经济刺激计划带来对贸易品的较高需求仍存。我国出口增速或在二三季度有一定程度走弱，但全年整体外需形势或仍相对乐观。

图 42：对主要贸易伙伴出口金额有所下降

图 43：美国商品需求增速处于高位



海外经济体宽松政策力度与效果不同放大国际资本流动,我国国际收支差额或加大波动。3月美国相继出台了1.9万亿美元的经济救助计划和2.25万亿美元的基建计划,同月欧洲中央银行(ECB)宣布将显著加速购入1.85万亿欧元(2.2万亿美元)的政府债券的计划。欧美主要经济体的刺激政策除带来大宗商品价格上行外,全球各国刺激政策的实施力度、节奏和效果不同放大了国际资本流动。受此影响,我国国际收支中的资本与金融账户的变化或加大波动,一方面美元大量供给带来美元指数走低压力,人民币资产吸引力有所增强,另一方面通胀预期上行使得美债收益率有所上行,一季度中美利差有所收窄,配置盘或更愿意更多持有美元资产。



地缘政治因素依然对全球及我国经济运行带来不确定性。4月8日,美国参议院提出《2021 战略竞争法案》,进一步强化美国对华施压力度,更有针对性的对我国高科技行业进行打压和制裁,加之拜登政府重拾“联盟外交”,我国国际环境面临着一定的恶化风险,后续中美竞争或随新冠疫情在全球消退上升成为全球最主要的地缘政治议题。鉴于此前中美贸易战以及此后的科技战对我国外贸及金融市场产生了一定影响,该法案的后续冲击将是未来一段时间应持续关注的风险点。

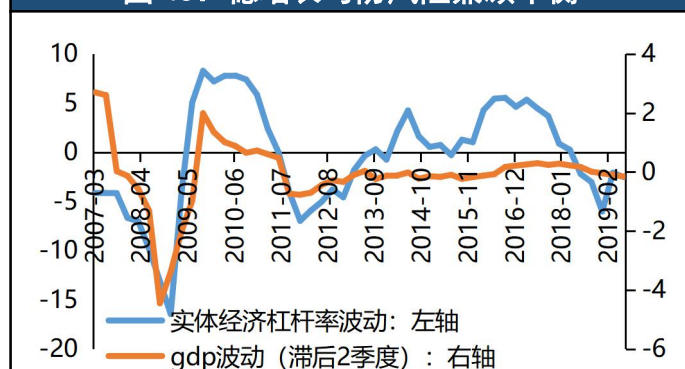
(二) 政策寻求稳增长与防风险的平衡, 宏观调控以稳为主

宏观政策仍需兼顾稳增长与防风险, 货币与财政政策以稳为主。前期低基数下 2021 年宏观增速压

经济延续修复但隐忧犹存, 资产配置继续偏好大宗商品—2021 年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望

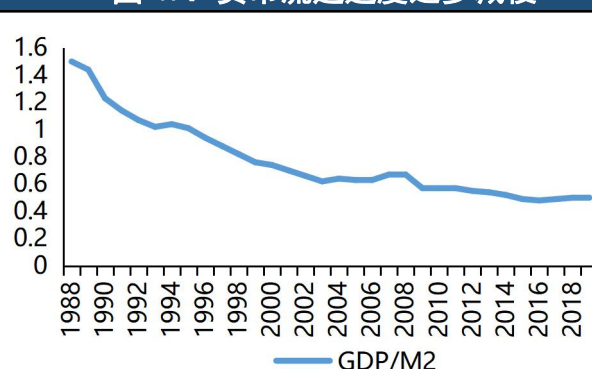
力较小，是防范债务及金融风险的有利时机，但宏观政策超调的概率较小。一方面，近年来实施的稳增长政策都对应着宏观杠杆率的一定上升，宏观政策需要同时防范经济增速失速下行和宏观杠杆率的过快上升。另一方面，近年来我国宏观政策的实施效果有一定弱化的倾向，以货币政策为例，简单从单位 M2 带来的名义 GDP 来看，GDP/M2 从 2008 年的 0.67 下降到 2019 年的 0.50，这意味着后续拉动 GDP 增长所需要的货币宽松程度更大。因此，即便 2021 年宏观政策会“转弯”，但整体将会以稳定为主。

图 46：稳增长与防风险兼顾平衡



数据来源：中诚信国际整理

图 47：货币流通速度逐步减慢

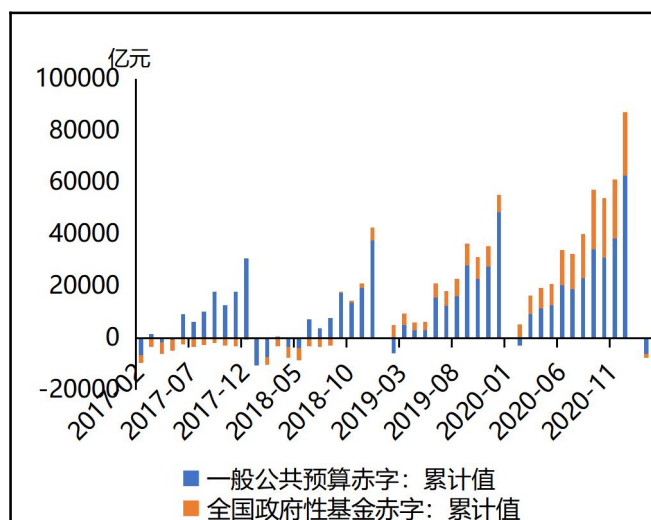


数据来源：中诚信国际整理

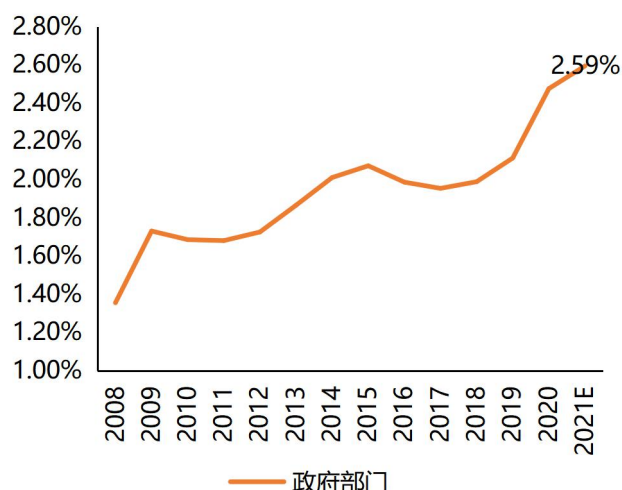
财政“减收增支”或仍持续，财政紧平衡下地方政府专项债作用凸显。在逆周期政策效果逐步显现、经济稳步修复的情况下，一般公共预算收入和政府性基金收入累计同比增速逐季回升，2021 年 1-2 月财政一般公共预算收入盈余 6072 亿元，略超过疫情前 2019 年的盈余水平，1-2 月全国政府性基金收入盈余 1608 亿元，自 2018 年 3 季度以来首次实现转正。但从财政收入形势看，虽然 2021 年我国经济增长有望恢复至 8% 以上，名义 GDP 增速大概率超过 10%，但财政政策还需要继续巩固减税降费政策的效果以持续修复经济，特别是随着非常规的财政政策逐步正常化，需要控制财政赤字率和地方政府专项债规模，因此债务收入的扩张将得到限制。从财政支出形势看，不但要面临六稳六保支出压力，还要对落实创新驱动、突破技术封锁、扩大内需促进消费等领域予以重点保障，此外财政付息压力也持续存在。综合分析，2021 年财政收入形势或好转但仍面临减税降费压力，财政收支或处于“紧平衡”状态。此外，由于当前地方政府专项债并不计入财政赤字，且二季度之后地方政府专项债发行加快，对于地方稳增长将起到一定的支撑作用。

图 48：财政收支压力持续存在

图 49：政府部门付息占 GDP 比重上升



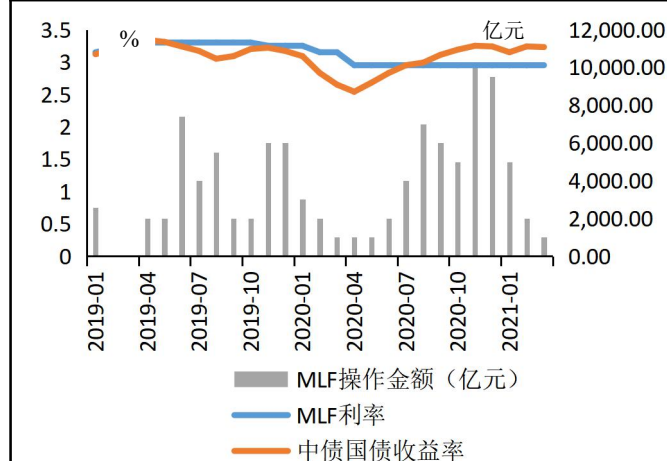
数据来源: 中诚信国际整理



数据来源: 中诚信国际整理

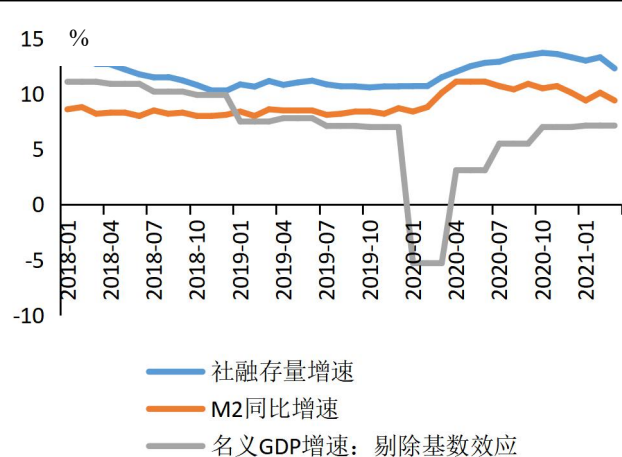
货币政策在转弯中力图中性，流动性调节以“OMO+MLF+存款准备金”为主。1月底之后央行大幅减少公开市场操作逆回购量，延续释放货币政策转弯的政策信号，截至2021年3月MLF投放基本为等量续作，LPR报价已经连续12个月持平，DR007于2月起维持在2.2%的水平波动，体现了货币政策的中性取向，我们认为后续货币政策仍然延续中性，流动性调节以公开市场操作、中期借贷便利、存款准备金率为主。前文认为2021年全年通胀水平可控，PPI上涨是受海外输入型价格上涨影响，即便加息也很难起到降低价格的作用，因此通胀中枢有所抬升并不会引至加息政策实施。此外，未来货币政策将贯彻支持实体经济，尤其是制造业的战略部署，在信贷政策方面保持稳定，央行已将普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划两项直达货币政策工具延续至2021年12月末，并将继续促进小微企业综合融资成本稳中有降，也体现了对于微观主体修复的呵护。

图 50: 货币政策维持中性稳定



数据来源: 中诚信国际整理

图 51: 社融规模增速与名义 GDP 增速靠拢



数据来源: 中诚信国际整理

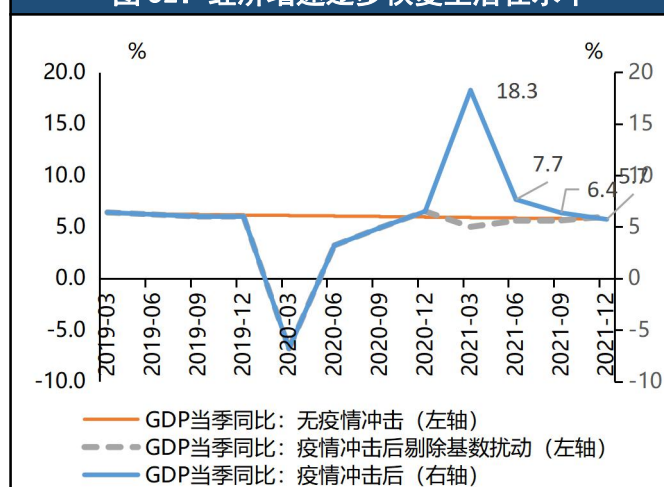
（三）经济持续修复无悬念，全年经济前高后低

经济修复持续，年度增速可达8.8%。即便内外经济环境复杂、宏观政策偏紧、信用周期向下，但

经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品—2021年一季度宏观经济与大类资产配置分析与展望

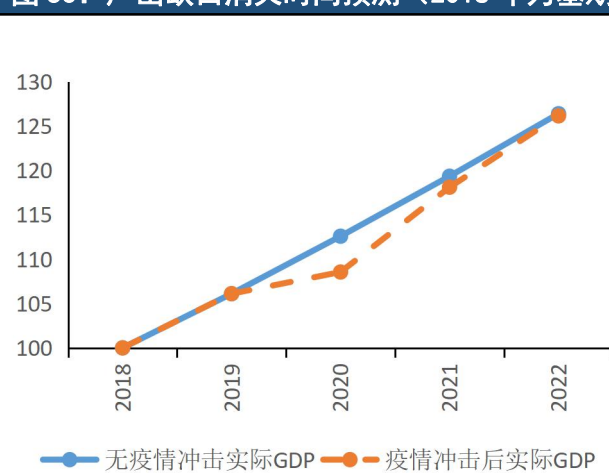
经济总体仍处在持续修复过程中，将一季度的最新季度增速纳入趋势分解法迭代计算，预计 2021 年全年增速可达 8.8%，二至四季度的增速分别为 7.7%、6.4%及 5.7%。若以两年平均法剔除基数扰动，2021 年一至四季度的经济增速分别为 5.0%、5.6%、5.6%、6%。无论从绝对增速水平看还是剔除基数扰动后的相对增速水平看，2021 年末经济增速可大体回归潜在经济增速水平。疫情冲击使得 GDP 季度同比大幅波动，但与无疫情冲击相比，目前经济仍然存在产出损失缺口。根据 IMF 估计，2020 年美国及欧元区经济缺口小于 2008 年次贷危机期间，G7 及欧元区将在 2024 年-2025 年间得以修复。为了保持可比性，我们采取与 IMF 同样的预测方法估算，与无疫情冲击相比我国 2020 年产出总量缺口约为 4.5 万亿元，增速缺口约为 3.4 个百分点，相比 2008 年的产出缺口较大，但由于我国经济率先企稳并快速反弹，预计产出缺口将于 2022 年得到弥合，总体将快于欧美国家。

图 52：经济增速逐步恢复至潜在水平



数据来源：中诚信国际整理

图 53：产出缺口消失时间预测（2018 年为基期）



数据来源：中诚信国际整理

四、股票和黄金表现不佳，二季度仍看好大宗商品

（一）一季度各类资产回顾：大宗商品涨幅较高，股票和黄金均呈下跌走势

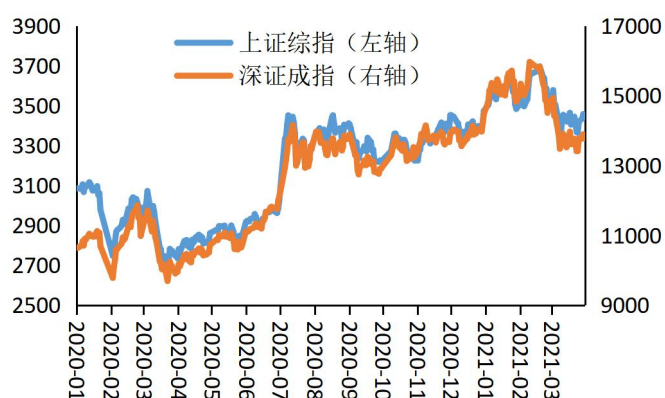
大宗商品持续上涨，黄金价格跌幅较高。2021 年一季度，各大类资产表现有所分化，在国内外经济持续修复下大宗商品价格持续上扬，一季度商品指数上涨 1.72%；股票市场和黄金价格均有所下跌，其中黄金价格跌幅相对较高，一季度伦敦金跌超 10%。

股票方面，一季度股票市场整体呈先升后降走势，上证综指和深证成指分别下跌 0.90%、4.78%。具体来看，1 月中上旬，新发股票型和混合型基金规模超预期、占新发基金总份额比例大幅提升，叠加北向资金持续流入，推升股票市场持续上行，大盘和周期指数涨幅明显、小盘指数表现不佳；进入 1 月下旬，资金面超预期收紧、资金利率大幅上行，同时由于此前已累计较多的涨幅、部分投资者止盈了结，股票市场开始进入下行状态，虽然春节前社融数据表现带动股票市场小幅上涨，但难改整体下行走势，节后股票市场持续下跌，对前期较高的估值进行消化。

债券方面，一季度收益率整体呈先升后降走势，截止3月末，10年期国债收益率较去年末小幅上涨4.58BP。1月中上旬在冬季疫情反复、避险性情绪升温以及央行投放不及预期、银行间流动性较为紧张等多空因素影响下，收益率整体呈窄幅波动状态；进入1月下旬，资金利率大幅上行，叠加春节前央行整体投放规模不及市场预期，债市收益率波动上行，春节后首日受春节期间海外经济延续修复、大宗商品价格持续上涨、美债收益率快速上行等因素的影响，收益率延续上行走势；2月下旬到3月末，资金面转稳，流动性利空因素减弱，叠加股债跷跷板效应影响，收益率整体下行。

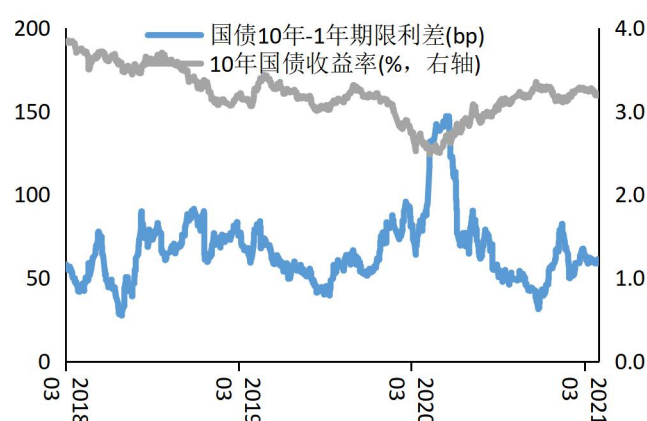
商品方面，在海外经济持续回暖下，工业品价格持续上涨带动商品价格指数上行，一季度商品指数上涨1.72%，其中非金属建材、能源等指数涨幅较为明显，累计涨幅均超20%，贵金属、农产品指数跌幅相对较高，分别下跌9.74%、6.42%。**黄金方面**，伦敦金价格自去年8月起一直呈现波动下行走势，截至一季度末，伦敦金价格约为1700美元/盎司；在美国经济持续修复下，一季度美元指数持续走强，叠加美债收益率快速上行，黄金价格下行压力相对较高，一季度累计下跌超10%。

图 54： 股票市场价格走势



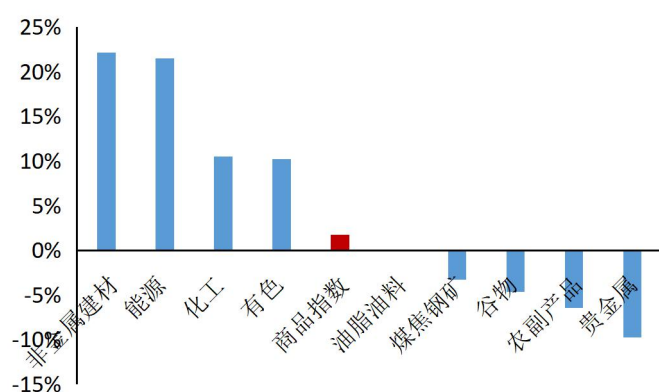
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 55： 10 年国债收益率走势



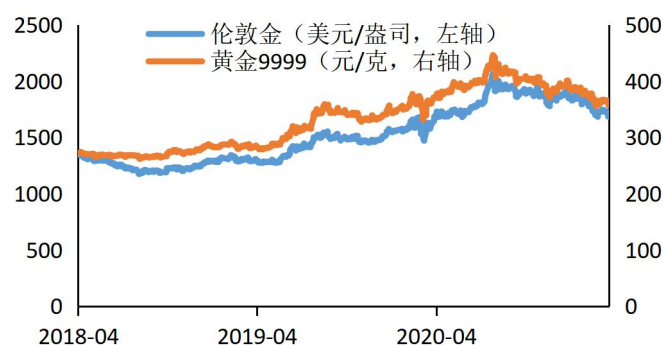
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 56： Wind 商品指数季度涨跌幅



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 57： 黄金价格走势



数据来源：wind，中诚信国际整理

（二）二季度大类资产配置展望：股票市场波动加大，大宗商品确定性相对较强

二季度仍看好大宗商品，黄金短期仍承压。股票方面，目前宏观环境对于股票市场的利好作用或

有所减弱，叠加此前市场整体已累计较多的涨幅，预计二季度 A 股市场整体将呈现宽幅震荡走势、波动或有所加大。在此背景下，建议轻指数重个股的操作，把握市场的结构性机会。从市场风格来看，目前已由估值驱动转为业绩驱动，大盘股经过前期上涨阶段，估值已位于历史较高水平，或已透支未来业绩，建议关注细分领域的中小市值龙头股以及受益于海外经济修复的出口产业链上的企业。**债券方面**，低基数效应下上半年经济数据或继续向好，同时今年专项债额度下达时间较晚，在一季度新增债仅小规模发行下后续地方债发行节奏或有所加快、流动性压力或较一季度有所加大；此外，近期政策严控债务风险，企业信用风险或逐步暴露，或对债市有所扰动；多重因素影响下二季度债市收益率或波动上升，但上行空间或有限；从长期来看，在全年经济前高后低、流动性压力加大、信用风险释放压力仍存的背景下，货币政策或在下半年有所放松，债市收益率或在下半年出现拐点。**商品方面**，在全球疫苗接种范围进一步扩大、美国财政刺激计划落地的背景下，海外经济延续回暖，对大宗商品价格仍有一定支撑，建议关注受益于经济修复的工业板块；短期内美债收益率或维持高位，叠加海外经济修复仍是主基调，市场风险偏好较高下黄金做多机会仍需等待。**整体而言**，二季度股票市场波动或有所加大，在全年社融收缩、融资环境边际收紧的背景下建议轻指数重个股的操作风格，回归基本面精细择股；债市收益率短期内或呈波动上行走势，但上行空间或有限；海外经济延续修复，短期内仍看好大宗商品，受益于经济修复的工业板块确定性较高，黄金做多机会仍需等待，建议二季度大类资产配置比例为商品>股票=债券>黄金。